

2023年06月12日

证券研究报告|公司研究|公司点评

天洋新材 (603330)

厚积薄发，胶膜业务产能释放；触底反弹，计提亏损盈利在望

◆ **核心逻辑：**2023年以价换量赛道重回高景气+新产能投产未来增长可期+原材料国产化降本

◆ **2022年库存+商誉计提，2023产能释放，盈利有望修复**

2022年公司实现营收14.26亿元、同比+33.55%，归母净利润-5658.87万元、同比-151.37%；23Q1营收3.37亿元、同比+5.63%，归母净利润344.35万元、同比+237.57%。2022年公司对胶膜主要原料EVA粒子持续备库，但受硅料价格高居不下的影响组件工厂产能利用率不足，胶膜市场需求未达预期，影响公司出货量及胶膜产品毛利率。2022年三季度后EVA粒子市场价格大幅下降，公司对相关存货计提跌价约6000万元，报告期内对2020年并购子公司烟台泰盛产生的商誉计提减值约1200万，影响净利润减少。2023年在硅料价格下行，行业需求持续增长的情况下，公司新建胶膜产能进一步释放，利润有望得到修复。

◆ **光伏胶膜业务产能快速提升，POE胶膜迎合市场需求**

据Infolink预测，2023全球组件需求为385~450GW，行业处于技术迭代时期，N型产品市占率逐年提高，2023年将提升至约25-30%，至2023年底TOPCon电池全年出货量或将达到120GW以上，POE胶膜因性能优异，作为N型组件主要封装材料，预计今年POE/EPE胶膜的需求将达到10亿平方米以上，随着N型产品市占率的快速提升，未来需求持续扩大。

公司的胶膜业务快速增长，2022年营收达到7.28亿元、同比+124.69%。公司以“进入行业前三”为胶膜业务的发展目标，大力拓展产能提高市场份额，22年底公司产能达到1.6亿平方米，23、24年公司胶膜产能预计将达到3.5、5.4亿平方米。今年1月底公司完成定增，成功筹集9.86亿元资金，将主要用于投资昆山、南通及海安三地各年产1.5亿平方米光伏胶膜。公司新增合计32条透明EVA胶膜、7条白色增效EVA胶膜、21条POE/EPE胶膜生产线，共计新增产能4.5亿平方米，占市场新增产能16%，其中POE胶膜产能1.15亿平方米，占公司新增产能26%。达产后公司光伏胶膜总产能预计超过5亿平方米，产能规模将位居行业前列。2023年EVA粒子原料价格回调，未来POE粒子国产化趋势明显，光伏产业链发展趋势向好，随着公司产能释放，盈利能力有望得到修复。

公司在光伏胶膜业务方面有十多年经验积累，技术水平过硬，产品质量收到东方日升、一道新能、正泰电器等下游客户认可。项目投产后，将优化公司胶膜产品结构，助力公司高端胶膜供给能力，提升公司行业议价权。

◆ **深耕电子工业胶领域，热熔墙布及热熔环保粘接材料业务持续发展**

智能可穿戴行业景气度高，根据IDC数据，2024年全球设备出货量有望达到6.37亿台，市场空间广阔，驱动电子工业胶需求稳定增长。2022年，公司在汽车电子细分领域营收同比上升超过50%，智能穿戴行业营收实现翻倍增长，在光学模组、声学模组用胶及电磁元器件密封等方面持续研发投入，实现了产品及客户的双重突破，聚焦电子胶黏剂产品的国产化替代。2023年经济复苏，房地产市场有望得到修复，公司热熔墙布产品环保美观，业务渠道持续拓宽，公司积极推动销量增长。公司在热熔环保粘接材料方面对存量业务进行结构调整，积极拓展新应用，具备风能叶片用胶稳定供货能力，成功开发汽车内饰面料用胶，在湿气固化聚氨酯胶粘剂PUR板块销量同比增长50%。

投资建议与盈利预测：公司胶膜技术储备领先，产能快速发展，客户资源优异。未来随着POE胶膜等新型产品产能持续释放，公司市占率将进一步提高，增强公司盈利能力。预计公司2023~2025年归母净利润1.43/4.02/6.10亿元，对应2023~2025年PE 31/11/7倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

投资评级

买入

首次评级

2023年06月09日

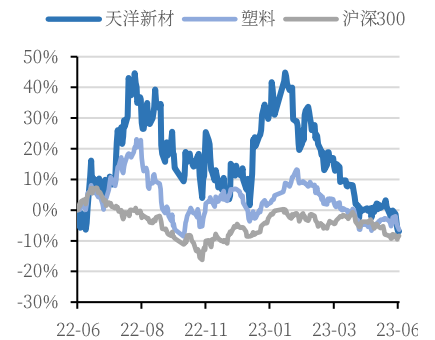
收盘价(元): 10.23

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	432.67
总市值(百万)	4,426.25
流通股本(百万股)	332.83
流通市值(百万)	3,404.81
12月最高/最低价(元)	16.49/9.97
资产负债率(%)	34.18
每股净资产(元)	4.47
市盈率(TTM)	-81.72
市净率(PB)	2.29
净资产收益率(%)	0.18

股价走势图



作者

曾帅 分析师
SAC 执业证书: S0640522050001
联系电话:
邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

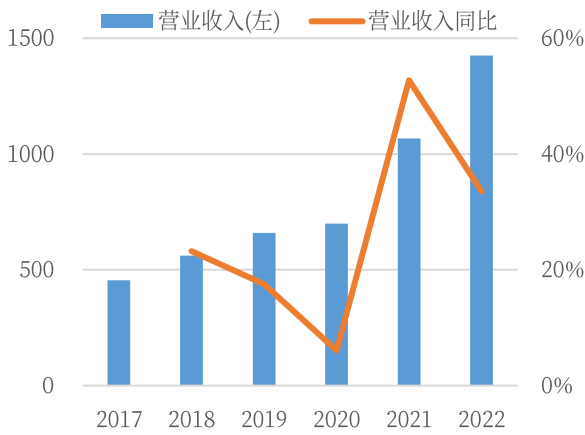
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

◆ 风险提示：全球经济不景气，新能源需求下行；光伏产业内竞争格局恶化；原材料价格大幅度波动；公司产能投放不及预期；欧美贸易壁垒致行业发展受阻。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1067.74	1426.00	2771.16	4703.82	6354.55
增长率（%）	52.74%	33.55%	94.33%	69.74%	35.09%
归母净利润（百万元）	110.16	-56.59	143.21	402.30	610.20
增长率（%）	112.72%	-151.37%	353.07%	180.92%	51.68%
毛利率（%）	25.64%	14.90%	20.88%	24.27%	25.57%
每股收益	0.25	-0.13	0.33	0.93	1.41
市盈率 PE	40.18	-78.22	30.91	11.00	7.25
市净率 PB	4.12	4.59	4.13	3.27	2.53
净资产收益率 ROE（%）	10.26%	-5.87%	13.37%	29.74%	34.88%

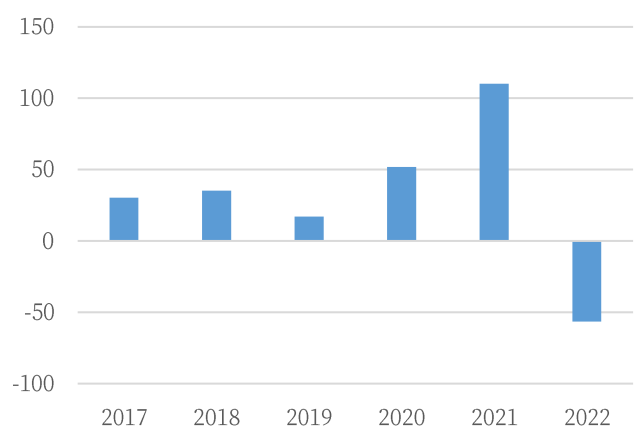
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 近年公司营收保持高增长(百万元)



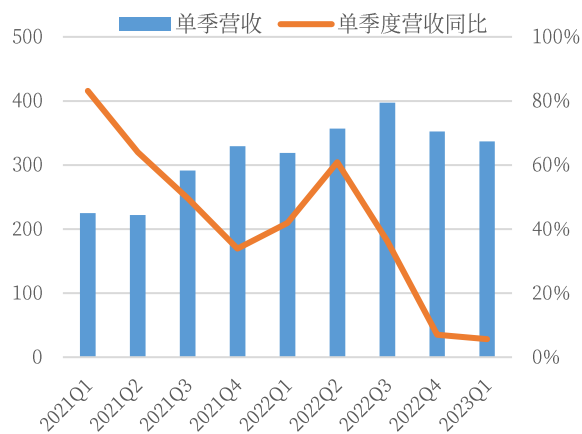
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图2 近年公司归母净利润情况(百万元)



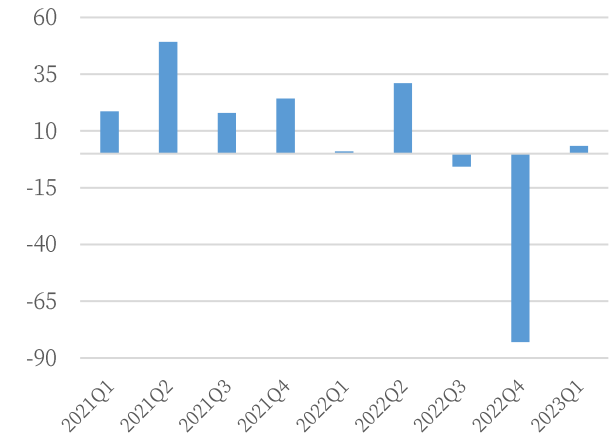
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图3 近年公司单季度营收情况(百万元)



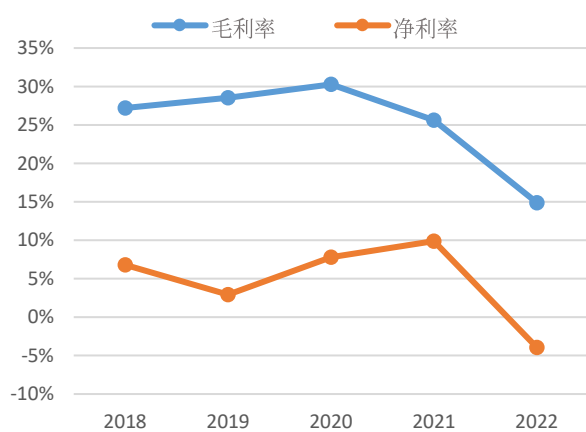
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图4 近年公司单季度归母净利润(百万元)



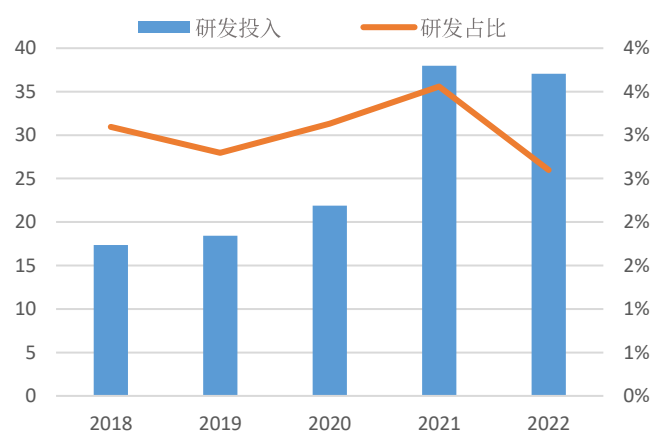
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图5 公司毛利率与净利率情况(百万元)

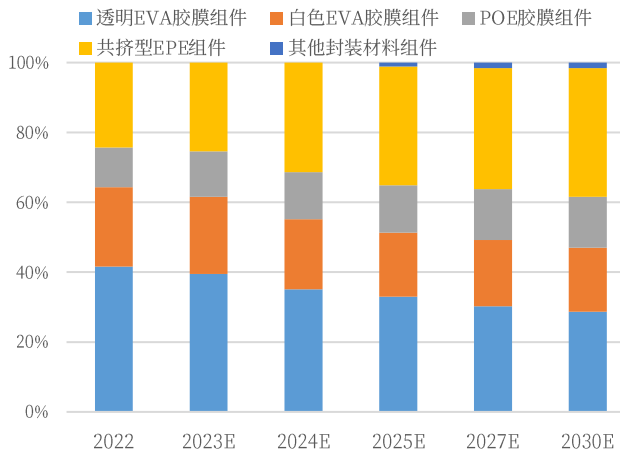


资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

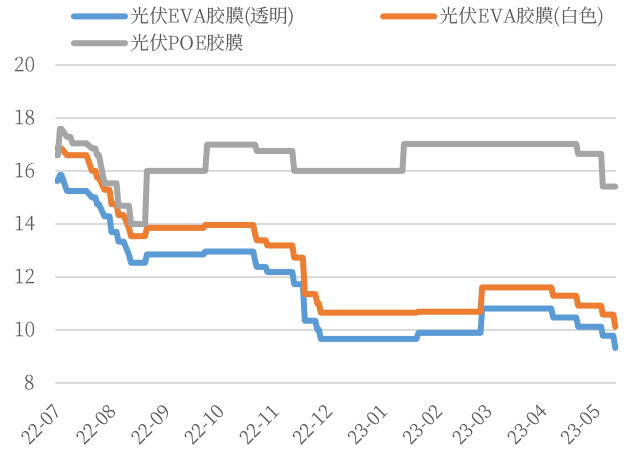
图6 公司研发投入保持稳定(百万元)



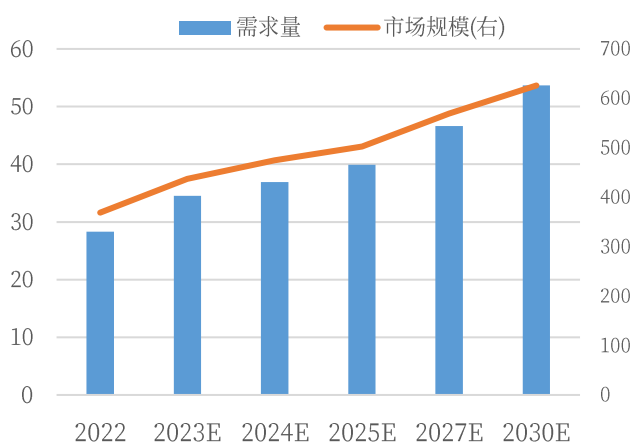
资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所

图7 POE 及共挤型 EPE 组件市场占比逐步上升


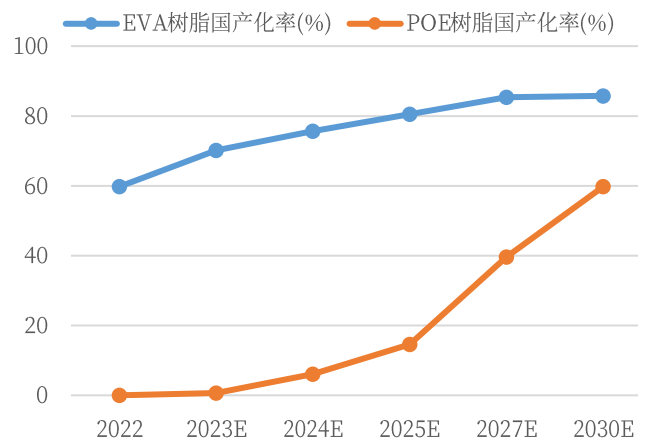
资料来源: CPIA, 中航证券研究所

图8 光伏各类胶膜均价(元/平方米)


资料来源: SMM, 中航证券研究所

图9 全球光伏胶膜需求量及市场规模(亿平、亿元)


资料来源: 前瞻经济学人, 中航证券研究所

图10 树脂粒子国产化率变化趋势


资料来源: CPIA, 中航证券研究所

表1 公司分业务拆分(百万元)

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
光伏封装胶膜	营收	324.04	728.08	1,849.12	3,581.38	5,042.35
	成本	266.80	700.06	1,564.49	2,821.08	3,874.90
	毛利润	57.24	28.02	284.63	760.30	1,167.45
	毛利率	17.66%	3.85%	15.39%	21.23%	23.15%
热熔胶	营收	504.17	459.29	588.00	658.56	766.08
	成本	404.25	375.67	452.76	500.51	574.56
	毛利润	99.92	83.62	135.24	158.05	191.52
	毛利率	19.82%	18.21%	23.00%	24.00%	25.00%
热熔墙布	营收	95.43	91.17	105.60	157.20	182.00
	成本	55.80	57.87	64.00	94.56	109.20
	毛利润	39.63	33.30	41.60	62.64	72.80
	毛利率	41.53%	36.53%	39.39%	39.85%	40.00%
电子工业胶	营收	112.00	116.28	200.78	270.72	317.38
	成本	55.24	58.03	98.38	129.95	149.17
	毛利润	56.76	58.25	102.40	140.77	168.21
	毛利率	50.68%	50.09%	51.00%	52.00%	53.00%
其他	营收	32.10	31.18	27.66	35.96	46.75
	成本	11.92	14.35	13.00	16.00	22.00
	毛利润	20.18	16.83	14.66	19.96	24.75
	毛利率	62.87%	53.98%	53.00%	55.51%	52.94%
合计	营收	1,067.74	1,426.00	2,771.16	4,703.82	6,354.55
	成本	794.01	1,205.98	2,192.63	3,562.10	4,729.82
	毛利润	273.73	220.02	578.53	1,141.73	1,624.73
	毛利率	25.64%	15.43%	20.88%	24.27%	25.57%

资料来源：公司公告，iFinD，中航证券研究所测算

表2 可比公司的当前估值对比

股票代码	股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
688560.SH	明冠新材	24.94	50.20	0.52	2.22	3.85	4.75	88.85	11.06	6.36	5.16
688680.SH	海优新材	103.66	87.10	0.60	6.72	9.98	12.33	310.80	15.30	10.30	8.33
603806.SH	福斯特	28.95	539.68	1.19	2.05	2.56	3.22	56.04	13.96	11.14	8.86
可比公司平均值		-	225.66					151.90	13.44	9.27	
603330.SH	天洋新材	10.23	44.26	-0.17	0.49	0.99	1.48	-78.16	20.86	10.30	6.91

资料来源：iFinD，中航证券研究所

注：收盘价为6月9日收盘价，可比公司预测来源为iFinD盈利预测

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	207	147	277	470	635	营业收入	1068	1426	2771	4704	6355
应收票据及账款	415	594	1215	1482	1706	营业成本	794	1214	2193	3562	4730
预付账款	24	28	49	77	104	税金及附加	7	8	14	21	27
其他应收款	12	8	19	39	52	销售费用	74	62	123	188	261
存货	273	412	691	1074	1361	管理费用	72	76	139	212	286
其他流动资产	34	22	103	176	257	研发费用	38	37	71	111	146
流动资产总计	966	1210	2354	3317	4116	财务费用	22	33	47	76	89
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-3	-75	-4	-9	-13
固定资产	602	709	663	702	859	信用减值损失	-5	-7	-12	-21	-32
在建工程	26	158	232	389	371	其他经营损益	-0	0	0	0	0
无形资产	74	94	79	63	47	投资收益	1	1	1	1	1
长期待摊费用	2	7	4	0	0	公允价值变动损益	0	-0	0	0	0
其他非流动资产	106	118	124	128	127	资产处置收益	55	0	0	0	0
非流动资产合计	809	1087	1101	1282	1404	其他收益	6	4	6	7	7
资产总计	1775	2298	3455	4599	5520	营业利润	115	-81	175	511	779
短期借款	233	635	1643	2194	2475	营业外收入	28	10	15	20	25
应付票据及账款	93	240	330	527	674	营业外支出	2	3	3	3	4
其他流动负债	174	302	270	377	477	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	499	1177	2244	3098	3625	利润总额	140	-73	188	528	800
长期借款	122	72	59	66	60	所得税	35	-17	44	124	188
其他非流动负债	18	24	19	21	21	净利润	106	-56	144	404	612
非流动负债合计	140	96	78	86	81	少数股东损益	-5	0	0	1	2
负债合计	639	1273	2322	3184	3706	归属母公司净利润	110	-57	143	402	610
股本	238	333	433	433	433	EBITDA	215.03	25.22	378.28	777.63	1117.68
资本公积	537	444	344	344	344	NOPLAT	61.16	-36.14	169.97	448.90	664.28
留存收益	300	187	294	576	973	EPS(元)	0.25	-0.13	0.33	0.93	1.41
归属母公司权益	1074	964	1071	1353	1749						
少数股东权益	62	61	61	63	65						
股东权益合计	1136	1025	1132	1415	1814						
负债和股东权益	1775	2298	3455	4599	5520						
现金流量表						主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	106	-56	129	385	590	成长能力					
折旧与摊销	53	65	144	174	228	营收增长率	52.74%	33.55%	94.33%	69.74%	35.09%
财务费用	22	33	47	76	89	营业利润增长率	66.20%	-	317.35%	191.32%	52.56%
投资损失	-1	-1	-1	-1	-1	EBIT 增长率	84.98%	-	684.94%	157.28%	47.37%
营运资金变动	-168	-359	-937	-462	-377	EBITDA 增长率	64.66%	-88.27%	1399.72	105.57%	43.73%
其他经营现金流	-48	58	19	24	29	归母净利润增长率	112.72%	-	353.07%	180.92%	51.68%
经营性现金净流	-37	-260	-599	197	558	经营现金流增长率	-	-	-	132.88%	183.66%
资本支出	157	165	155	349	349	盈利能力					
长期投资	32	3	0	0	0	毛利率	25.64%	14.90%	20.88%	24.27%	25.57%
其他投资现金流	80	6	-21	-15	-16	净利率	9.89%	-3.94%	5.18%	8.58%	9.64%
投资性现金净流	-45	-157	-176	-364	-365	营业利润率	10.73%	-5.65%	6.32%	10.85%	12.26%
短期借款	24	402	1008	550	281	ROE	10.26%	-5.87%	13.37%	29.74%	34.88%
长期借款	-41	-50	-13	6	-6	ROA	6.21%	-2.46%	4.15%	8.75%	11.05%
普通股增加	85	95	100	0	0	ROIC	5.83%	-2.61%	9.85%	15.95%	18.20%
资本公积增加	247	-93	-100	0	0	估值倍数					
其他筹资现金流	-85	-1	-90	-197	-303	P/E	40.18	-78.22	30.91	11.00	7.25
筹资性现金净流	230	354	905	360	-28	P/S	4.15	3.10	1.60	0.94	0.70
现金流量净额	147	-62	131	193	165	P/B	4.12	4.59	4.13	3.27	2.53
						股息率	0.75%	0.00%	0.81%	2.73%	4.83%
						EV/EBIT	27.75	-129.25	26.29	11.14	7.86
						EV/EBITDA	20.97	205.59	16.31	8.65	6.25
						EV/NOPLAT	73.74	-143.49	36.30	14.98	10.52

数据来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637